

## ***Capital Investment, Internasionalisasi, Dan Firm Performance Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia 2014-2019***

Yovita<sup>1</sup>, Deddy Marciano<sup>2</sup>

<sup>1,2</sup>Universitas Surabaya

e-mail: [oktavianayovita@gmail.com](mailto:oktavianayovita@gmail.com), [marciano@staff.ubaya.ac.id](mailto:marciano@staff.ubaya.ac.id)

**Abstrak** - Penelitian ini bertujuan untuk menjawab apakah *capital investment* memengaruhi tingkat internasionalisasi perusahaan, serta untuk menguji efek internasionalisasi terhadap *firm performance*. Berbagai penelitian terkait efek dari internasionalisasi pada perusahaan telah dilakukan, salah satunya pada *firm performance* perusahaan yang digambarkan dengan penjualan, profit, hingga nilai perusahaan. Hasilnya pun beragam, sehingga menimbulkan pertanyaan bagaimana dengan efek internasionalisasi pada perusahaan di Indonesia? Perusahaan yang beroperasi di negara dengan pasar terbuka tidak dapat menghindari dari internasionalisasi. Sehingga, fokus dari penelitian tertuju pada 79 perusahaan manufaktur yang secara aktif terlibat dalam aktivitas ekspor dari 2014 hingga 2019, sehingga menghasilkan 474 poin observasi. *Capital investment* akan diukur dengan variabel CAPEXTA, sedangkan internasionalisasi akan diukur dengan FSTS, dan perubahan level internasionalisasi diukur dengan FSG. Pengukuran efek internasionalisasi terhadap *firm performance* akan menggunakan ROA dan Tobin's Q. Beberapa variabel kontrol yang digunakan adalah *firm size*, *leverage*, *market-to-book ratio*, *gross profit margin*, dan *sales growth*. Hipotesis terkonfirmasi menggunakan regresi data panel dengan *fixed effect model*. Hasil penelitian menunjukkan CAPEXTA dan internasionalisasi (FSTS) memiliki hubungan negatif signifikan dan non-linear. Pengaruh CAPEXTA pada FSG ditunjukkan sebagai negatif signifikan dan non-linear juga. Sedangkan FSTS dan ROA memiliki hubungan berbentuk *inverted-U* dan negatif, di mana hubungan FSTS dan Tobin's Q adalah negatif.

**Kata Kunci:** *capital investment*, internasionalisasi, *foreign sales growth*, *firm performance*, *tobin's q*

**Abstract** - This study proposes to answer whether capital investment of a firm affects the firm's degree of internationalization, also to test the effect of internationalization to firm performance. Research conducted about the effect of internationalization on the firm performance shows various results, while the firm performance is depicted as sales, profit, and even as firm value. This raised the question about the effect of internationalization on Indonesian firms. Firms in open market country couldn't avoid being exposed to internationalization. This research focus solely to 79 Indonesian manufacturing firms that's actively engaging in export activities from 2014-2019, making up the sum of 474 observation points. Capital investment is measured using CAPEXTA, while internationalization is measured using FSTS and the internationalization level change is measured using FSG. Also, to measure the effect of internationalization to firm performance, this study uses ROA and Tobin's Q. The control variables included are firm size, leverage, market-to-book ratio, gross profit margin, and sales growth. The hypotheses are confirmed using simple linear regression, fixed effect model. The results are CAPEXTA and internationalization (FSTS) has a negatively significant relationship, and there's an evidence of non-linear relationship. The impact of CAPEXTA to FSG is also shown to be significantly negative and non-linear. While FSTS and ROA has a negative u-shaped relationship, FSTS shows that it a directly negative relationship to Tobin's Q.

**Keywords:** *capital investment*, internationalization, *foreign sales growth*, *firm performance*, *tobin's q*.

### **PENDAHULUAN**

Internasionalisasi adalah proses yang kompleks, dipengaruhi oleh efek globalisasi di berbagai negara. Perusahaan akan beradaptasi dengan globalisasi melalui proses operasionalnya. Salah satu proses tersebut dapat berupa ekspansi ke pasar internasional, melakukan *foreign direct flow* dengan menanamkan investasi di *host country*, dan berbagai

proses lainnya. Berbagai penelitian telah dilakukan untuk mengetahui efek dari internasionalisasi terhadap perusahaan, salah satunya pada *firm performance*. Penelitian oleh Altaf & Shah (2015) merangkum berbagai bentuk hubungan internasionalisasi dengan *firm performance*. (Riahi-Belkaoui, 1999) Sebuah riset dilakukan untuk meneliti efek dari internasionalisasi terhadap perusahaan di Amerika Serikat. Hasil penelitian

tersebut memaparkan bahwa internasionalisasi memiliki efek signifikan dan dapat dilihat dari aspek penjualan, profit, hingga aset perusahaan di luar negeri. Efek internasionalisasi ditunjukkan berada pada *range* 10% hingga lebih dari 90% jika diukur berdasarkan total operasional perusahaan. Melihat hal tersebut, bagaimana dengan pengaruh internasionalisasi pada perusahaan di Indonesia? Terlebih, Indonesia telah menunjukkan pertumbuhan GDP yang hebat dibandingkan negara lain, dan IMF serta World Bank berekspektasi bahwa Indonesia akan menjadi salah satu *leading big economy countries* di tahun 2024.

Internasionalisasi menjadi tak terhindarkan, bahkan beberapa peneliti mempertimbangkan internasionalisasi sebagai strategi perusahaan. Strategi tersebut dapat dibagi menjadi dua jenis, (1) *growth startegy* (Capar & Kotabe; Kylaheiko *et al.* dalam Vithessonthi, 2017) dan (2) *diversification strategy* (Gulamhussen *et al.* dalam Vithessonthi, 2017). Kedua strategi tersebut mendukung kinerja perusahaan (*firm performance*) untuk menghasilkan pendapatan lebih dan beroperasi dengan lebih efisien. Argumen oleh Vithessonthi (2017) menyatakan bahwa beberapa perusahaan memilih untuk ekspansi dengan menanamkan aset dan membangun perusahaan di luar negeri sebagai strategi untuk memitigasi risiko investasi dari *capital investment* yang besar. Argumen tersebut menarik perhatian terkait apakah internasionalisasi memang bekerja sebagai strategi dan dapat meningkatkan kinerja perusahaan.

Sedangkan, hubungan dari *capital investment* dan internasionalisasi juga menarik perhatian peneliti. Salah satu faktor pendorong tingkat internasionalisasi perusahaan adalah besarnya *capital investment*. Perusahaan dengan *capital investment* yang lebih besar akan melihat ekspansi ke luar negeri sebagai tindakan yang menguntungkan. Selain untuk mitigasi risiko investasi, Vithessonthi (2017) menyampaikan bahwa perusahaan dengan *capital investment* yang besar, dan bermaksud mengkapitalisasi sumber daya dalam rangka memperoleh *competitive advantage*, seharusnya melakukan ekspansi ke luar negeri dan memasuki pasar luar negeri. Hal ini merangkum bagaimana internasionalisasi bergantung pada aset jangka panjang perusahaan dan *capital investment*. Investigasi lebih lanjut terkait hubungan dari *capital investment* dan internasionalisasi akan didiskusikan dalam penelitian ini. Pengukuran yang digunakan untuk menggambarkan internasionalisasi adalah FSTS (*foreign sales to total sales*). FSTS telah digunakan secara luas sebagai pengukuran internasionalisasi di beberapa studi terdahulu. Namun, penelitian ini juga melibatkan FSG (*foreign sales growth*) untuk mengidentifikasi apakah *foreign sales* merupakan fungsi dari *capital investmnet*. FSG

juga digunakan untuk mengetahui apakah terdapat perubahan sedikitpun pada level internasionalisasi.

Diskusi terkait hubungan antara internasionalisasi dengan *firm performance* menunjukkan hasil yang bervariasi. Sun *et al.* (2019) menemukan hubungan signifikan positif antara internasionalisasi dan *firm performance*, penelitian lain oleh Singla dan George (2013, dalam Vithessonthi, 2017) dan Salim *et al.* (2017) menunjukkan hubungan negatif. Sedangkan penelitian oleh Vithessonthi (2016) membuktikan bahwa internasionalisasi tidak memiliki hubungan yang signifikan terhadap *firm performance*. Bukti tersebut menambahkan pada hasil yang bervariasi antar dua variabel tersebut. Studi ini juga akan menggunakan variabel lain dalam mengukur *firm perfromace*, selain ROA, yaitu Tobin's Q. Tobin's Q merepresentasikan *firm performance* dalam jangka panjang, dan dapat didefinisikan sebagai nilai perusahaan di penelitian lain. Sehingga penelitian dapat menambah pada literatur terkait internasionalisasi dan Tobin's Q.

Kontribusi penelitian, selain untuk menambah pada literatur terkait internasionalisasi, juga untuk memperjelas kondisi internasionalisasi perusahaan di Indonesia. Apakah perusahaan manufaktur di Indonesia yang melakukan ekspor, turut meningkatkan kinerja perusahaannya? Apakah *capital investment* yang dianggarkan perusahaan dapat meningkatkan internasionalisasi dan kegiatan ekspor? Hasil akan membantu pihak manajerial perusahaan dalam menilai kinerja perusahaan.

Berdasarkan argumentasi tersebut, penelitian ini bertujuan menjawab dua pertanyaan, yaitu: (1) apakah *capital investment* berpengaruh negatif terhadap internasionalisasi? (2) apakah *capital investment* berpengaruh positif terhadap *foreign sales growth*? dan (3) apakah internasionalisasi berpengaruh positif terhadap *firm performance*?

## 1. *Capital Investment* dan Internasionalisasi

Investasi dikalkulasikan secara tepat, apakah investasi tersebut dapat memberikan *return* yang positif pada perusahaan di masa depan. Berdasarkan kalimat tersebut, investasi memerlukan waktu untuk menghasilkan profit. *Capital* yang dialokasikan pada investasi tidak seharusnya membebani perusahaan, sehingga harus dianggarkan pada tingkat yang cukup dan efisien. Maka, perusahaan terus mencari tingkat investasi yang optimal. Argumen oleh Akdoğu & MacKay (2012), menjelaskan bahwa investasi perusahaan dapat berasosiasi dengan permasalahan informasi dan *agency*. *Agency conflicts* dan *information asymmetry* adalah salah satu penyebab dibalik kebijakan investasi yang buruk. Faktor-faktor yang berkontribusi pada pasar tidak sempurna, seperti interaksi produk-pasar, dapat mendorong hubungan

antara *capital investment* dan internasionalisasi, di mana perilaku investasi perusahaan cenderung untuk memperluas pasar dan berusaha untuk memperoleh sumber daya dalam mengatasi permasalahan informasi.

Nejati & Bahmani (2020) menjelaskan bahwa FDI (*foreign direct investment*) memiliki efek langsung meliputi meningkatnya modal, menyediakan akses pada teknologi modern (*knowledge transfer*), meningkatnya lapangan kerja, mempromosikan produksi dan pajak pendapatan, serta meningkatkan *foreign exchange supply* dan ekspor di *host country*. Berdasarkan argumen tersebut, dapat diidentifikasi bahwa *capital investment* adalah tindakan perusahaan untuk menghasilkan profit dan menggandakan *capital* yang diinvestasikan. Namun, di lain pihak, *capital investment* yang bertujuan untuk internasionalisasi, diekspektasikan untuk meningkatkan efisiensi perusahaan.

Internasionalisasi dapat diartikan sebagai strategi ekspansi. Perusahaan multinasional seringkali memilih mode masuk dengan komitmen tinggi dan risiko yang tinggi pula, seperti akuisisi sebagai maksud untuk memperoleh pengetahuan eksperiental dalam rangka mempercepat proses internasionalisasi mereka (Meyer, 2013; Meyer & Thajongrak, 2013 dalam Yilmaz *et al.*, 2015) Tidak hanya itu, perusahaan juga diberikan kesempatan untuk memaksimalkan lingkungan dan sumber daya baru untuk digunakan di pasar luar negeri. Vithessonthi (2016) menyampaikan bahwa perusahaan di negara berkembang akan lebih diuntungkan jika memasuki pasar luar negeri, karena pasar domestik yang kecil. Sehingga investasi yang lebih besar, mengimplikasikan peningkatan pendapatan dan penjualan di pasar internasional.

Namun, beberapa penelitian menunjukkan hubungan yang negatif signifikan dari *capital investment* terhadap internasionalisasi. Vithessonthi (2016) menjelaskan, hubungan negatif tersebut dapat muncul dari sikap perusahaan yang cenderung *risk-averse*, sehingga tidak melakukan ekspansi ke pasar internasional. Karena proses internasionalisasi yang mengekspos perusahaan pada *risk* dan biaya-biaya yang timbul. Selain itu, hasil penelitian oleh Vithessonthi (2016) juga menunjukkan hasil negatif signifikan. Hal tersebut disebabkan oleh adanya *one-period time lagged* yang mengindikasikan *capital investment* tidak dapat menghasilkan *foreign sales* dalam waktu kurang dari satu tahun. Hubungan negatif tersebut juga dapat disebabkan oleh kecenderungan perusahaan untuk berfokus pada pasar domestik sehingga proporsi *domestic sales* lebih besar dibandingkan *foreign sales*, didorong oleh adanya *competitive advantage* di negara asal. Maka, H1 terbentuk: *capital investment* berdampak negatif pada internasionalisasi.

Internasionalisasi erat kaitannya dengan pertumbuhan dari ekspansi perusahaan ke *foreign market*. Penelitian oleh Huang & Marciano (2020) menyatakan bahwa kecepatan perusahaan berekspansi (*speed of expansion*) ke pasar internasional, dapat diukur dengan *foreign sales growth*. Sehingga pengukuran tersebut juga dapat mengindikasikan pertumbuhan perusahaan dalam proses internasionalisasinya. *Foreign sales growth* yang tinggi dapat mengindikasikan kecepatan ekspansi yang tinggi. Fernandes dan Isgut (2009, dalam Peluffo, 2016) menyebutkan bahwa efek daripada investasi ketika memasuki *foreign market*, dapat mengarah pada keaktifan dan usaha perusahaan dalam menjajaki pasar ekspor. Sehingga, *capital investment* yang besar dapat menunjukkan komitmen perusahaan untuk mempercepat ekspansi dan proses internasionalisasi mereka. Lileeva dan Trefler (2010, dalam Peluffo, 2016), juga memperkuat argumen bahwa tersedianya akses ke pasar baru, membuat investasi terkait produksi dan kualitas produk menjadi lebih bermanfaat. Vithessonthi (2016) juga menjelaskan bahwa jika perusahaan dengan *capital investment* yang besar cenderung fokus pada aktivitas ekspor mereka, maka koefisien *capital investment* pada hasil regresi akan bernilai positif, menandakan adanya indikasi *capital investment* berpengaruh positif pada *foreign sales growth*. Sedangkan H2 terbentuk: *capital investment* berdampak positif terhadap FSG.

## 2. Internasionalisasi dan Firm Performance

Seperti yang disampaikan sebelumnya, internasionalisasi diharapkan dapat meningkatkan kinerja perusahaan (*firm performance*) dan operasional perusahaan berjalan dengan efisien. Namun, keputusan perusahaan untuk melakukan ekspor dan memasuki pasar luar negeri adalah keputusan yang berisiko tinggi, terkait erat dengan *sunk cost*, volatilitas pendapatan (karena pergerakan *exchange rate*), pengetahuan yang terbatas tentang kondisi pasar luar negeri, kompetisi dengan lokal, dan asimilasi budaya (Rocco, 1996; George *et al.*, 2005 dalam Vithessonthi, 2017). Internasionalisasi juga menyebabkan kompleksitas dan ketidakpastian yang lebih tinggi di perusahaan. Selain itu, Vithessonthi berpendapat bahwa dalam jangka pendek, kinerja perusahaan akan negatif dan substansial. Namun dalam waktu jangka panjang, kinerja perusahaan dapat berubah menjadi positif. Sehingga, hubungan internasionalisasi yang memengaruhi kinerja perusahaan secara positif atau negatif, masih menjadi perdebatan.

Perusahaan yang mengeksploitasi pengetahuannya ke pasar internasional lebih baik dibandingkan kompetitor, akan menghasilkan kinerja perusahaan yang superior (Vithessonthi & Racela, 2016). Hal ini merujuk pada kemampuan adaptasi perusahaan dan bagaimana perusahaan

dapat menggunakan setiap *competitive advantage* yang dimiliki

Terdapat 8 definisi dari kinerja perusahaan, yaitu: (1) perolehan *customer* baru, (2) peningkatan pendapatan dari *current customers*, (3) pertumbuhan pada total pendapatan, (4) *absolute range price*, (5) memiliki kekuatan *pricing* di pasar, (6) memiliki bisnis yang berprofit, (7) *return on sales*, dan (8) *return on investment*. Keseluruhan 8 definisi tersebut akan meningkat jika perusahaan melakukan internasionalisasi dalam rangka menarget pasar luar negeri baru dan berusaha memperoleh sumber daya dan pengetahuan berlebih. Internasionalisasi seharusnya menciptakan (Aw & Lee, 2014 dalam Vithessonthi, 2016): (1) peningkatan pendapatan (karena *market-seeking foreign investment*), (2) biaya produksi lebih rendah (karena *efficiency-seeking foreign investment*, dan (3) peningkatan di pendapatan dan biaya produksi lebih rendah. Sehingga terbentuk H3: internasionalisasi memengaruhi *firm performance* secara positif.

## METODE PENELITIAN

Hipotesis akan diuji dengan metode regresi data panel, menggunakan *fixed effect model* pada *software* Eviews 9.0. Pemilihan *fixed effect model* dilakukan dengan melakukan uji Chow dan uji Hausman. Kedua uji tersebut menetapkan *fixed effect model* yang paling sesuai. Berikut akan dijelaskan data dari penelitian, variabel dependen, variabel independen, dan model penelitian yang digunakan.

### 1. Sample

Data yang digunakan berasal dari laporan keuangan perusahaan manufaktur yang telah teraudit dan terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia dari 2014 hingga 2019. Perusahaan harus secara aktif terlibat dalam kegiatan ekspor untuk memperoleh variabel utama dalam internasionalisasi, yaitu FSTS. Penelitian ini akan berfokus dan menganalisis pada data 79 perusahaan publik yang bergerak pada industri manufaktur, yang menghasilkan total observasi sejumlah 474 poin.

Data yang dikumpulkan merupakan data panel, atau campuran dari data *cross-section* dan data *time-series*. Berdasarkan jenis data tersebut, metode yang tepat adalah regresi data panel.

### 2. Variabel Dependen

Variabel dependen yang digunakan untuk mengukur internasionalisasi adalah FSTS (*foreign sales to total sales*). FSG (*foreign sales growth rate*) digunakan untuk mengukur perubahan tingkat internasionalisasi. Sedangkan *firm performance* diukur dengan ROA (*return on asset*) dan TBQ

(Tobin's Q). Sesuai dengan namanya, formula dari FSTS adalah *foreign sales* (ekspor) dibagi dengan *total sales*. Sedangkan formula dari FSG adalah selisih (*first difference*) dari logaritma natural *foreign sales*.

*Firm performance* diukur dengan ROA dan TBQ. Formula dari ROA adalah rasio dari EBIT dibagi dengan total aset. Sedangkan formula dari TBQ adalah rasio dari jumlah kapitalisasi pasar perusahaan dengan *total debt* perusahaan, dibagi dengan total aset.

### 3. Variabel Independen

Variabel independen yang digunakan dalam model *capital investment* dan internasionalisasi adalah CAPEXTA, pengukuran dari *capital investment*. *Capital Expenditure* atau belanja modal dapat ditemukan pada laporan keuangan perusahaan. Sedangkan CAPEXTA merupakan rasio dari *capital expenditure* dibagi dengan total aset.

Pada model internasionalisasi dengan *firm performance*, variabel independennya adalah internasionalisasi. Internasionalisasi pun diukur oleh FSTS, seperti yang dijelaskan sebelumnya.

### 4. Variabel Kontrol

Penelitian ini menggunakan beberapa variabel kontrol yang spesifik terkait dengan level perusahaan. Variabel tersebut adalah, (1) *Firm size* (FSIZE), pengukuran dengan logaritma natural dari total aset, (2) *Leverage* (LEV) diukur sebagai rasio *total debt* terhadap total aset, (3) *market-to-book value* (MBV) yang diukur dengan rasio dari kapitalisasi pasar terhadap nilai buku total ekuitas, (4) *gross profit margin* (GPM) dikalkulasikan dengan membagi *gross profit* dengan total aset, dan variabel kontrol terakhir adalah (5) *sales growth* (SALES GROWTH), yang diukur dengan selisih (*first difference*) dari logaritma natural *total sales*.

### 5. Model

Pertama, penelitian dilakukan dengan menganalisis pengaruh dari *capital investment* terhadap internasionalisasi menjadi 2 model, model pertama untuk mendeteksi pengaruh secara linear, model kedua untuk mendeteksi apakah terdapat pengaruh non-linear (kuadratik). Bagian pertama akan menggunakan FSTS sebagai proksi internasionalisasi. Informasi lain terkait model yaitu,  $\varepsilon$  sebagai *error*, dan  $i, t$  melambangkan perusahaan dan periode. Variabel independen dan variabel kontrol berada dalam periode  $t - 1$  (*one-period lagged*), peneliti mengasumsikan bahwa *capital investment* membutuhkan satu tahun untuk menghasilkan *foreign sales*.

$$FSTS_{i,t} = \alpha + \beta_1 CAPEXTA_{i,t-1} + \beta_2 FSIZE_{i,t-1} + \beta_3 LEV_{i,t-1} + \beta_4 MBV_{i,t-1} + \beta_5 GPM_{i,t-1} +$$

$$\beta_6 \text{SALESGROWTH}_{i,t-1} + \beta_7 \text{ROA}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (1)$$

$$\text{FSTS}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{CAPEXTA}_{i,t-1} + \beta_2 \text{CAPEXTA}_{i,t-1}^2 + \beta_3 \text{FSIZE}_{i,t-1} + \beta_4 \text{LEV}_{i,t-1} + \beta_5 \text{MBV}_{i,t-1} + \beta_6 \text{GPM}_{i,t-1} + \beta_7 \text{SALESGROWTH}_{i,t-1} + \beta_8 \text{ROA}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (2)$$

Bagian kedua akan menggunakan FSG sebagai proksi internasionalisasi. Ide dasar dalam menggunakan FSG adalah untuk menangkap perubahan yang mungkin tidak terdeteksi oleh FSTS, di mana perubahan tersebut adalah hasil dari efek *capital investment*. Model ini juga mengidentifikasi apakah FSG merupakan fungsi dari *capital investment*. Variabel-variabel dan simbol lain yang tertera sesuai dengan penjelasan sebelumnya.

$$\text{FSG}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{CAPEXTA}_{i,t-1} + \beta_2 \text{FSIZE}_{i,t-1} + \beta_3 \text{LEV}_{i,t-1} + \beta_4 \text{MBV}_{i,t-1} + \beta_5 \text{GPM}_{i,t-1} + \beta_6 \text{SALESGROWTH}_{i,t-1} + \beta_7 \text{ROA}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (3)$$

$$\text{FSG}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{CAPEXTA}_{i,t-1} + \beta_2 \text{CAPEXTA}_{i,t-1}^2 + \beta_3 \text{FSIZE}_{i,t-1} + \beta_4 \text{LEV}_{i,t-1} + \beta_5 \text{MBV}_{i,t-1} + \beta_6 \text{GPM}_{i,t-1} + \beta_7 \text{SALESGROWTH}_{i,t-1} + \beta_8 \text{ROA}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (4)$$

Pengaruh internasionalisasi terhadap *firm performance* akan dianalisa secara linear dan kuadratik juga. Pada bagian ini, *firm performance* akan diukur dengan ROA. Model non-linear (kuadratik) akan melibatkan bentuk kuadrat dari variabel independen (pada bagian ini, yaitu FSTS).

$$\text{ROA}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{FSTS}_{i,t-1} + \beta_2 \text{FSIZE}_{i,t-1} + \beta_3 \text{LEV}_{i,t-1} + \beta_4 \text{MBV}_{i,t-1} + \beta_5 \text{GPM}_{i,t-1} + \beta_6 \text{SALESGROWTH}_{i,t-1} + \beta_7 \text{ROA}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (5)$$

$$\text{ROA}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{FSTS} + \beta_2 \text{FSTS}_{i,t-1}^2 + \beta_3 \text{FSIZE}_{i,t-1} + \beta_4 \text{LEV}_{i,t-1} + \beta_5 \text{MBV}_{i,t-1} + \beta_6 \text{GPM}_{i,t-1} + \beta_7 \text{SALESGROWTH}_{i,t-1} + \beta_8 \text{ROA}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (6)$$

Pada bagian terakhir, peneliti menganalisa pengaruh internasionalisasi terhadap *firm performance* yang diukur dengan Tobin's Q (TBQ). Seperti model sebelumnya, pengujian hipotesis akan menggunakan model linear dan non-linear (kuadratik).

$$\text{TBQ}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{FSTS}_{i,t-1} + \beta_2 \text{FSIZE}_{i,t-1} + \beta_3 \text{LEV}_{i,t-1} + \beta_4 \text{MBV}_{i,t-1} + \beta_5 \text{GPM}_{i,t-1} + \beta_6 \text{SALESGROWTH}_{i,t-1} + \beta_7 \text{ROA}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (7)$$

$$\text{TBQ}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{FSTS} + \beta_2 \text{FSTS}_{i,t-1}^2 + \beta_3 \text{FSIZE}_{i,t-1} + \beta_4 \text{LEV}_{i,t-1} + \beta_5 \text{MBV}_{i,t-1} + \beta_6 \text{GPM}_{i,t-1} + \beta_7 \text{SALESGROWTH}_{i,t-1} + \beta_8 \text{ROA}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots$$

$$\beta_6 \text{GPM}_{i,t-1} + \beta_7 \text{SALESGROWTH}_{i,t-1} + \beta_8 \text{ROA}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (8)$$

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Data yang terkumpul akan diproses secara statistic. Tabel 1 menunjukkan *summary statistics* dari variabel-variabel yang digunakan. FSTS memiliki rata-rata sebesar 0.27, sedangkan FSG memiliki rata-rata sebesar 0.047. Data tersebut menunjukkan bahwa *foreign sales* sedikit bertumbuh, sedangkan sebagian besar *sales* dihasilkan oleh *home country*. Tingkat *leverage* sampel adalah 0.53, menjelaskan bahwa rasio *debt* yang digunakan dalam operasional adalah setengah dari total aset yang dimiliki. Selain itu, nilai MBV memiliki *range* yang besar, karena MBV menggunakan nilai kapitalisasi pasar dan beberapa perusahaan memiliki kapitalisasi pasar yang tinggi, sehingga nilai juga menjadi tinggi.

Tabel 1. Statistik Deskriptif

	Mean	Median	S.D.	N
FSTS	0.2711	0.2711	0.2711	474
CAPEXTA	0.0524	0.0524	0.0524	474
FSIZE	28.7735	28.7735	28.7735	474
LEV	0.5293	0.5293	0.5293	474
MBV	3.5683	3.5683	3.5683	474
GPM	0.2019	0.2019	0.2019	474
SALESGROWTH	0.0315	0.0315	0.0315	474
ROA	0.0674	0.0674	0.0674	474
FSG	0.0471	0.0471	0.0471	474
TBQ	2.2748	2.2748	2.2748	474

Sumber: hasil perhitungan Eviews 9.0 (2020)

### 1. Pengaruh *capital investment* terhadap internasionalisasi (FSTS)

Tabel 2. Hasil Uji *Capital Investment* Terhadap FSTS

Variable	Model 1	Model 2
CAPEXTA <sub>t-1</sub>	-0.02965** (-2.03466)	-0.12497*** (-3.82993)
CAPEXTA <sub>t-1</sub> <sup>2</sup>		0.39278*** (2.736431)
FSIZE <sub>t-1</sub>	-0.00842*** (-7.51312)	-0.00654*** (-4.38999)
LEV <sub>t-1</sub>	-4.67782*** (-4.67782)	-0.04166*** (-5.37312)

MBV <sub>t-1</sub>	0.000261** (2.362497)	0.000302** (2.528646)
GPM <sub>t-1</sub>	2.500686** (2.500686)	0.047212*** (2.76565)
SALESGROWTH <sub>t-1</sub>	-0.00226 (-0.91106)	-0.00414** (-2.53832)
ROA <sub>t-1</sub>	-0.03115 (-4.505)	-0.02975*** (-6.22682)
F-statistics	7876.653***	3344.744***
Adj R-Squared	0.999412	0.998632

\*\*\* significance at 1%, \*\* significance at 5%, and \* significance at 10%

Sumber: hasil perhitungan Eviews 9.0 (2020)

Tabel 2 menunjukkan adanya bukti hubungan *capital investment* terhadap internasionalisasi, sesuai dengan hipotesis yang diajukan. Hasil penelitian mengindikasikan hubungan tersebut negatif signifikan dengan koefisien sebesar -0.02965. Sehingga, setiap peningkatan *capital investment*, akan mengurangi tingkat internasionalisasi. Namun, hasil uji juga menunjukkan adanya hubungan non-linear (kuadrat) antara *capital investment* dengan internasionalisasi, yang bersifat positif. Hasil tersebut sesuai dengan penelitian terdahulu oleh Salim *et al.* (2017). Hubungan berbentuk U tersebut mengkonfirmasi bahwa sebagian besar perusahaan public manufaktur di Indonesia masih menargetkan pada pasar domestik, didorong dengan *competitive advantage* yang telah dimiliki di *home country*. Selain itu, penjelasan dari hubungan *capital investment* dan internasionalisasi yang bersifat negatif signifikan diduga sebagai hasil dari *one period time lagged* yang diterapkan pada variabel independen dan variabel kontrol. Vithessonthi (2016) berasumsi bahwa *capital investment* yang digunakan, tidak dapat menghasilkan *positive return* pada tahun itu juga. Penelitian Vithessonthi yang lain juga menjelaskan hubungan yang negatif ataupun *non-existent* dapat disebabkan oleh profil risiko perusahaan *risk-averse* (Vithessonthi, 2017). Jika kebijakan perusahaan didorong oleh sikap *risk-averse* dalam proses internasionalisasi, maka perusahaan cenderung enggan dan tidak dapat berekspansi ke pasar internasional. Terutama terkait dengan rasa takut jika perusahaan tidak dapat bersaing dengan baik karena perusahaan tidak dapat beradaptasi, atau mengatasi biaya dan risiko yang terlibat.

Hubungan berbentuk U antara *capital investment* dengan internasionalisasi dijelaskan bersifat kondisional terhadap ukuran dari *capital investment*. Semakin besar *capital investment*, akan mengurangi efek negatif internasionalisasi. Vithessonthi (2017) berargumen perbedaan strategi

antar perusahaan turut menjadi penyebab. Perusahaan dengan *capital investment* yang kecil, justru tidak begitu memperhatikan *foreign markets*. Sehingga, semakin besar *lag* antara *capital investment* dengan *foreign sales* yang dihasilkan, dan membentuk hubungan negatif. Namun, perusahaan dengan *capital investment* yang sedang hingga besar, akan mempertimbangkan *foreign markets* sebagai strategi ekspansi perusahaan. Sehingga menyebabkan *lag* antara *capital investment* dan *foreign sales* semakin kecil, dan menghasilkan hubungan yang positif. Jika digabungkan, penjelasan tersebut mendukung bukti empiris dari *u-shaped relationship* antara *capital investment* dan internasionalisasi.

Variabel kontrol seperti *firm size* dan *leverage* memengaruhi internasionalisasi secara negatif signifikan, yang menandakan internasionalisasi akan meningkat jika perusahaan menurunkan tingkat *leveragenya*, serta perusahaan lebih kecil memiliki keterlibatan internasionalisasi lebih tinggi. Disebabkan perusahaan domestik di Indonesia masih menargetkan pangsa pasar lebih besar di pasar domestik. Terutama perusahaan besar yang telah memiliki keunggulan kompetitif di pasar domestik. *Market-to-book value* (MBV) berdampak positif terhadap internasionalisasi pada model (1) dan model (2), yang menandakan jika perusahaan lebih terekspos pada internasionalisasi, penilaian investor pada perusahaan akan menjadi positif (prospek perusahaan semakin bagus). Diikuti oleh *gross profit margin* (GPM) yang bersifat positif, menandakan *growth opportunity* yang meningkat akan cenderung meningkatkan proporsi internasionalisasi sebagai strategi ekspansi. Maka, perusahaan dengan ukuran lebih kecil, dengan *leverage*, *profitabilitas*, dan *sales growth* lebih rendah, disertai *growth opportunities* (MBV), dan *gross profit margin* yang meningkat cenderung memiliki level internasionalisasi lebih tinggi.

## 2. Pengaruh *capital investment* terhadap FSG

Tabel 3. Hasil Uji *Capital Investment* Terhadap FSG

Variable	Model 3	Model 4
CAPEXTA <sub>t-1</sub>	-0.29065 (-1.47537)	-1.7973*** (-3.86997)
CAPEXTA <sub>t-1</sub> <sup>2</sup>		6.58283*** (2.82794)
FSIZE <sub>t-1</sub>	-0.09239** (-2.27231)	-0.11599*** (-3.32054)
LEV <sub>t-1</sub>	0.232268*** (5.3737)	0.172408** (2.1096)
MBV <sub>t-1</sub>	0.001945 (0.945793)	0.002764 (1.337023)
GPM <sub>t-1</sub>	0.095968	0.24179

	(0.945793)	(1.299653)
SALESGROWTH <sub>t-1</sub>	-0.22692***	-0.22944***
	(-5.46801)	(-5.50215)
ROA <sub>t-1</sub>	0.218438*	0.127937
	(1.863798)	(1.1216)
F-statistics	2.20285***	2.21672***
Adj R-Squared	0.206033	0.209848

\*\*\* significance at 1%, \*\* significance at 5%, and \* significance at 10%

Sumber: hasil perhitungan Eviews 9.0 (2020)

Hasil uji menunjukkan hal yang sama, yaitu pengaruh *capital investment* terhadap FSG adalah negatif signifikan dan adanya bukti hubungan kuadrat positif (berbentuk U). Vithessonthi (2016) menyampaikan bahwa koefisien CAPEXTA seharusnya positif jika perusahaan dengan *capital investment* lebih besar berfokus pada bisnis internasional (dengan ekspor). Hal tersebut sejalan dengan argumen bahwa perusahaan publik manufaktur Indonesia masih terfokus dengan pasar domestiknya. 74% dari total penjualan jatuh pada *home country*.

*Leverage* dan *gross profit margin* (GPM) memiliki hubungan positif dengan FSG, menandakan variabel kontrol tersebut turut berkontribusi pada perubahan level internasionalisasi. *Sales growth* berdampak negatif pada FSG di kedua model, di mana menunjukkan adanya hubungan negatif dalam pertumbuhan penjualan domestik dengan penjualan luar negeri (ekspor). *Firm performance* sebagai variabel kontrol menampilkan hasil positif signifikan pada FSG di model (3). Maka, perusahaan berukuran lebih kecil, memiliki *sales growth* lebih rendah, dengan *leverage* dan profitabilitas lebih besar cenderung memiliki *speed of expansion* (*foreign sales growth*) tinggi.

### 3. Pengaruh internasionalisasi terhadap *firm performance* (ROA)

Tabel 4. Hasil Uji FSTS terhadap *Firm Performance*

Variable	Model 5	Model 6
FSTS <sub>t-1</sub>	-0.12516*** (-6.83197)	-0.04206 (-0.9865)
FSTS <sub>t-1</sub> <sup>2</sup>		-0.08549* (-1.87999)
FSIZE <sub>t-1</sub>	-0.01443*** (-3.71389)	-0.01521*** (-3.38002)
LEV <sub>t-1</sub>	-0.01955 (-1.02503)	-0.01365 (-0.78746)
MBV <sub>t-1</sub>	0.000296 (0.643697)	0.000228 (0.478892)

	0.013601	0.027489
	(0.639743)	(1.074714)
SALESGROWTH <sub>t-1</sub>	0.004747***	0.004585***
	(3.40558)	(4.255901)
CAPEXTA <sub>t-1</sub>	-0.07343***	-0.07188***
	(-2.89748)	(-3.18663)
F-statistics	71.48068***	71.05649***
Adj R-Squared	0.938292	0.938618

\*\*\* significance at 1%, \*\* significance at 5%, and \* significance at 10%

Sumber: Hasil Perhitungan Eviews 9.0 (2020)

FSTS berpengaruh negatif signifikan pada ROA menandakan, semakin internasionalisasi meningkat, kinerja perusahaan (ROA) menurun. Geringer *et al.* (2000, dalam Altaf & Shah, 2015) menjelaskan bahwa seiring perusahaan melakukan internasionalisasi, biaya dari ekspansi tersebut menjadi lebih besar dibandingkan manfaat yang didapatkan. Internasionalisasi pun juga mengekspos perusahaan terhadap risiko yang dapat meningkatkan biaya, sehingga berujung pada penurunan kinerja, seperti yang dijelaskan oleh Geoge *et al.* (2005, dalam Altaf & Shah, 2015). Adanya keterbatasan pengetahuan mengenai *foreign market* dan lingkungan pada tahap awal internasionalisasi merupakan salah satu risiko tersebut (*liability of foreignness*). Peningkatan internasionalisasi juga dapat meningkatkan biaya transaksi dan biaya lain, terkait memproses informasi, sehingga mengakibatkan penurunan kinerja (Hitt *et al.*, 1994 dalam Altaf & Shah, 2015). *Agency theory* juga dapat menjelaskan hubungan negatif dari internasionalisasi dengan *firm performance*. Manajer dapat berinvestasi pada proyek internasional dengan NPV negatif, hanya untuk memperoleh *free cash flow*, untuk keuntungan pribadi (Jensen, 1986 dalam Altaf & Shah, 2015). *Agency problems* terkait *free cash flow* dapat terjadi di perusahaan dengan kapasitas utang lebih besar dan memiliki akses mudah untuk memperoleh *free cash flow*.

Pada model (6) ditemukan adanya hubungan non-linear yang bersifat negatif (berbentuk huruf U terbalik) antara internasionalisasi dengan ROA. Hubungan non-linear dan berbentuk U tersebut menjelaskan keterkaitan dengan *early internationalization*. Menurut Chao & Kumar (2010, dalam Altaf & Shah, 2015), pada tahap awal internasionalisasi, *benefit* yang didapat dapat menutupi seluruh *cost* yang timbul. Namun, ketika tingkat internasionalisasi meningkat, akan diikuti dengan meningkatkan *transaction costs*, dan menyebabkan *firm performance* menurun. Pada tahap awal internasionalisasi, perusahaan akan terekspos dengan berbagai kesempatan, seperti *economies of scale and scope*, dan akses sumber daya yang mudah. Namun, seiring dengan berlanjutnya proses ekspansi, *transaction costs*

semakin besar, dan mengikis *benefit* internasionalisasi. Hasil uji menekankan bukti pengaruh internasionalisasi terhadap *firm performance* adalah kondisional, terkait dengan tahap-tahap internasionalisasi. Selain itu, pengaruh negatif linear juga dapat disebabkan oleh variabel-variabel independen dan kontrol yang bersifat t-1 (*one-period time lagged*). Waktu yang dibutuhkan agar internasionalisasi dapat menguntungkan perusahaan dapat mencapai lebih dari satu tahun.

*Firm size* menunjukkan pengaruh negatif signifikan terhadap ROA di kedua model. Adanya *trade off* dari *economies of scale* dengan *organizational costs*. Sedangkan *sales growth* tentunya berpengaruh positif terhadap ROA sebagai *firm performance*. Sebab, *sales growth* positif menunjukkan kesempatan pertumbuhan yang baik, dan akan berdampak pada peningkatan kinerja. Berdasarkan hasil regresi tersebut, perusahaan dengan ukuran lebih kecil, memiliki *sales growth* yang baik, dan tingkat *capital investment* lebih rendah, cenderung memiliki tingkat *firm performance* yang tinggi.

#### 4. Pengaruh internasionalisasi terhadap *firm performance* (TBQ)

Tabel 5. Hasil Uji FSTS Terhadap TBQ

Variable	Model 7	Model 8
FSTS <sub>t-1</sub>	-1.58746*** (-3.11577)	-1.7848** (-2.37639)
FSTS <sub>t-1</sub> <sup>2</sup>		0.328039 (0.372422)
FSIZE <sub>t-1</sub>	-0.070981 (1.620808)	0.065271 (1.641772)
LEV <sub>t-1</sub>	-0.04085 (-0.18796)	-0.04188 (-0.19597)
MBV <sub>t-1</sub>	0.110131*** (2.762437)	0.10891*** (2.788773)
GPM <sub>t-1</sub>	1.577623*** (7.765954)	1.593523*** (6.657567)
SALESGROWTH <sub>t-1</sub>	0.211487*** (3.110035)	0.21692*** (3.592777)
CAPEXTA <sub>t-1</sub>	0.027794 (0.088558)	0.027573 (0.087071)
F-statistics	71.51248***	70.57795***
Adj R-Squared	0.938318	0.938222

\*\*\* significance at 1%, \*\* significance at 5%, and \* significance at 10%

Sumber: Hasil Perhitungan Eviews 9.0 (2020)

Tabel 5 mengindikasikan adanya hubungan negatif linear antara internasionalisasi dengan tobin's q sebagai *firm performance*. Namun tidak muncul

adanya bukti hubungan *non-linear*. Ketika tingkat internasionalisasi yang bertambah justru menurunkan ROA, hal tersebut akan berdampak pada penurunan TBQ. TBQ yang terdiri dari total utang, total kapitalisasi pasar perusahaan, dan total aset, menunjukkan bahwa pandangan investor turut mempengaruhi variabel tersebut. Investor menilai kinerja perusahaan turun, sehingga nilai TBQ pun menurun. Penelitian oleh Vithessonthi & Racela (2016) juga menunjukkan bahwa internasionalisasi memberikan efek negatif lebih besar pada TBQ dan nilai saham perusahaan. Perusahaan yang memasuki *foreign market* dengan tujuan meningkatkan profitabilitasnya melalui *economies of scale*, memiliki pemikiran yang berbeda dengan investor. Ekspansi internasionalisasi mungkin tidak memberikan strategi *positive-value-creating* di mata investor, bahwa kompleksitas internasionalisasi yang dihadapi bisa menjadi boomerang. Kemudian akan berujung pada penurunan kinerja dan penurunan *firm value* (TBQ). Kapitalisasi pasar perusahaan merupakan salah satu komponen yang membentuk Tobin's Q (TBQ). Jika meningkatnya internasionalisasi tidak disertai dengan meningkatnya kapitalisasi pasar, hubungan dari FSTS dan TBQ dapat menjadi negatif ataupun non eksisten. Berdasarkan penelitian oleh Gozzi *et al.* (2008), Tobin's Q perusahaan justru tidak mengalami peningkatan setelah internasionalisasi. Gozzi *et al.* (2008) menjelaskan bahwa nilai TBQ meningkat secara signifikan sebelum dan ketika internasionalisasi terjadi (pada tahun internasionalisasi dimulai), namun kemudian nilai TBQ jatuh pada tahun yang sama. Penjelasan yang mendukung hasil dari penelitian tersebut adalah, kapitalisasi pasar meningkat sebelum internasionalisasi dan tetap bertahan, sedangkan aset perusahaan juga mengalami peningkatan ketika internasionalisasi. Sehingga hubungan internasionalisasi dan TBQ pun menjadi negatif.

Variabel kontrol MBV, GPM, dan *sales growth* berpengaruh positif terhadap *firm performance* yang diukur berdasarkan Tobin's Q. Berdasarkan hasil regresi tersebut, perusahaan dengan *growth opportunities*, *gross profit margin*, *sales growth*, dan *capital investment* yang lebih besar, cenderung memiliki *firm performance* (Tobin's Q) yang tinggi.

## KESIMPULAN

Penelitian ini menawarkan pemahaman lebih lanjut tentang internasionalisasi di 79 perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Kesimpulan yang dapat diambil adalah *capital investment* memengaruhi internasionalisasi secara negatif, sedangkan adanya bukti hubungan kuadrat positif (berbentuk U). Penelitian ini juga mengkonfirmasi internasionalisasi memengaruhi *firm performance* (ROA) pada model non-linier. Namun



terdapat juga hubungan negatif antara internasionalisasi dengan tobin's q sebagai *firm performance*. Sehingga H1 diterima, sedangkan H2 dan H3 ditolak.

Harapan untuk penelitian ke depannya adalah dengan menambah pengukuran lain terkait internasionalisasi untuk memberi keakuratan, seperti FATA (*foreign asset to total asset*). Berdasarkan hasil penelitian, internasionalisasi terbukti memberi pengaruh negatif signifikan kepada *firm performance*, sehingga perusahaan yang melakukan internasionalisasi, dapat mempertimbangkan aspek-aspek yang turut menurunkan kinerja (jika diukur berdasarkan pendapatan dalam ROA) karena melakukan internasionalisasi. Perusahaan juga dapat mempertimbangkan proporsi penjualan domestik dan ekspor dalam meningkatkan pertumbuhan pendapatan dan peluang pertumbuhan perusahaan.

## REFERENSI

- Akdoğan, E., & MacKay, P. (2012). Product markets and corporate investment: Theory and evidence. *Journal of Banking and Finance*, 36(2), 439–453. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.08.001>
- Altaf, N., & Shah, F. A. (2015). Internationalization and firm performance of Indian firms: Does product diversity matter? *Pacific Science Review B: Humanities and Social Sciences*, 1(2), 76–84. <https://doi.org/10.1016/j.psr.2016.05.002>
- Ater, D. K., Kisaka, D. S. E., Iraya, D. C., & Mwangi, D. M. (2017). The Mediating Effect of Firm Growth on the Relationship between Capital Structures and Value of Nonfinancial Firms listed at the Nairobi Securities Exchange (NSE). *IOSR Journal of Economics and Finance*, 08(04), 41–46. <https://doi.org/10.9790/5933-0804014146>
- Gozzi, J. C., Levine, R., & Schmukler, S. L. (2008). Internationalization and the evolution of corporate valuation. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 607–632. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.12.004>
- Huang, L., & Marciano, D. (2020). *Interdependence Relationship of Internationalization—Performance in Manufacturing Firms Listed in Indonesia Stock Exchange and Chinese Stock Exchanges*. 115(Insyma), 416–421. <https://doi.org/10.2991/aebmr.k.200127.085>
- Likitwongkajon, N., & Vithessonthi, C. (2020). Do foreign investments increase firm value and firm performance? Evidence from Japan. *Research in International Business and Finance*, 51(August 2018), 101099. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101099>
- Nejati, M., & Bahmani, M. (2020). The economic impacts of foreign direct investment in oil and gas sector: A CGE analysis for Iranian economy. *Energy Strategy Reviews*, 32(July), 100579. <https://doi.org/10.1016/j.esr.2020.100579>
- Riahi-Belkaoui, A. (1999). The degree of internationalization and the value of the firm: Theory and evidence. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 8(1), 189–196. [https://doi.org/10.1016/S1061-9518\(99\)00009-9](https://doi.org/10.1016/S1061-9518(99)00009-9)
- Salim, E., Marciano, D., & Herlambang, A. (2017). Capital Investment, Internationalisation, and Firm Performance: An Empirical Study of Listed Manufacturing Firms in The Indonesian Stock Exchange 2011-2015. *Proceeding The International Conference: The Roles of Social Science and Humanities in Socio-Economic Development and International Integration*.
- Sun, W., Price, J., & Ding, Y. (2019). The longitudinal effects of internationalization on firm performance: The moderating role of marketing capability. *Journal of Business Research*, 95(August 2018), 326–337. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.08.014>
- Vithessonthi, C. (2016). Capital investment, internationalization, and firm performance: Evidence from Southeast Asian countries. *Research in International Business and Finance*, 38, 393–403. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.04.019>
- Vithessonthi, C. (2017). Capital investment and internationalization. *Journal of Economics and Business*, 90, 31–48. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2016.12.003>
- Vithessonthi, C., & Racela, O. C. (2016). Short- and long-run effects of internationalization and R&D intensity on firm performance. *Journal of Multinational Financial Management*, 34, 28–45. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2015.12.001>
- Yilmaz, G., Bengtson, A., & Hadjikhani, A. (2015). Internationalization of Firms from New Emerging Markets in other New Emerging Markets: Opportunity Development of a Turkish Firm in Romania. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 195, 982–992. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.06.480>

